



宏观研究

【粤开宏观】如何理解 1-2 月经济数据“开门红”？

2025 年 03 月 17 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】专项债的前世今生与未来（2015—2025 年）：发展历程、新问题与新对策》2025-03-09

《【粤开宏观】如何理解 2025 年财政政策安排》2025-03-05

《【粤开宏观】2025 年财政更加积极：赤字率首次达到 4%，发展优先》2025-03-05

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2025-03-05

《【粤开宏观】2025 开局之变：中国经济新叙事与资产重估》2025-03-02

摘要

今年以来中国经济总体延续去年 926 政治局会议以来的恢复态势，1-2 月经济数据“开门红”，工业和服务业、消费和投资同比增速均高于去年全年增速。一季度 GDP 同比或达 5.5%左右，为实现全年“5%左右”的增速目标奠定良好基础。

与此同时，以人工智能为代表的科技突破和电影消费为代表的文化突围极大地扭转了社会和市场的悲观预期，从情绪和预期层面对冲了美国对华加征关税的冲击，并带动资本市场交易量和指数回升。中国经济开启乐观叙事和资产重估阶段，这一方面是去年一揽子增量政策实施以来的效果延续，另一方面是中国经济长期结构转型的结果。在美国经济衰退风险上升、美股显著调整的对比下，“东升西落”的中国乐观叙事开始升温。

要全面看待 1-2 月经济数据“开门红”，既要看到宏观政策继续发力显效，经济延续回升向好态势；也要看到外部环境更趋复杂严峻，国内有效需求不足，部分企业生产经营困难，经济持续回升向好基础还不稳固。例如，特朗普 2.0 冲击全球政治经济秩序，全球贸易摩擦愈演愈烈，“抢出口”难以持续，美国对华加征关税的负面冲击或于二季度显现；全国房地产价格“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解；服务消费在春节后有所回落，消费品以旧换新政策短期提振了商品消费，但是否存在透支效应有待观察。

相较于资本市场预期的改善，社会总体预期仍有待进一步提振，需求不足引发的物价下行进而带来的宏观数据与微观感受仍有部分背离。本轮股市行情更多表现为科技股重估带来的结构性牛市，上涨主要是情绪驱动下估值抬升所致。而社会总体预期仍面临宏观数据与微观感受之间的背离，原因在于当前经济数据的好转主要依靠宏观政策托底，经济内生增长动能不足，未完全进入“居民收入增加、企业效益改善—消费投资需求上升—微观主体处境进一步改善—有效需求进一步上升”的良性循环。关键是通过各项政策和改革共同作用，改善供求关系，促进物价合理回升，提高经济名义增速，提振公众信心和预期。

参照过去几年的经验，在一季度“开门红”之后，下阶段经济运行可能呈现出“二季度下行压力增大，三季度出台稳增长举措从而经济回升，四季度延续回升态势”的节奏特征。原因在于：一季度各部门和地方政府落实中央经济工作会议部署，提前发力和开工，政策靠前，从而一季度开门红；但总需求不足、预期不振的问题仍然存在，经济回升的基础并不牢固，从而增速其后回落。尤其是，中美贸易摩擦的负面冲击可能于二季度显现。

因此不能因一季度“开门红”而放松宏观调控力度，应持续加码发力，直至经济内生增长动能增强，进入良性循环。（具体建议详见正文）



风险提示： 外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、经济数据“开门红”的三大动能.....	4
二、当前经济面临的风险与挑战.....	5
三、全年经济走势展望及政策建议.....	6

图表目录

图表 1： 1-2 月制造业和广义基建投资保持高增.....	5
图表 2： 1-2 月商品房销售面积和销售额同比回落.....	6



一、经济数据“开门红”的三大动能

今年以来中国经济总体延续去年 926 政治局会议以来的恢复态势，生产供给稳定增长、消费投资稳中有升，为一季度经济开局奠定良好基础。1-2 月经济数据“开门红”，一季度 GDP 同比或达 5.5% 左右。生产方面，1-2 月规模以上工业增加值和服务业生产指数同比分别增长 5.9% 和 5.6%，较去年全年分别加快 0.1 和 0.4 个百分点；需求方面，社会消费品零售总额和固定资产投资完成额同比分别增长 4% 和 4.1%，较去年全年分别加快 0.5 和 0.9 个百分点。

值得注意的是，今年 1-2 月经济数据受到两大不利因素拖累，在这样的背景下，当前成绩更显不易。一是工作日减少带来的不可比因素，受闰年和平年、元旦和春节假期安排影响，去年和今年 1-2 月的工作日分别为 40 和 38 天，导致去年同期形成较高基数。二是春节错位对企业生产节奏的影响，今年春节提前至 1 月，于是企业的部分出口订单和生产计划也提前到了去年 12 月。去年 12 月规模以上工业增加值和出口金额同比分别增长 6.2% 和 10.7%，较 11 月分别加快 0.8 和 4.1 个百分点，若未受此影响，今年 1-2 月工业生产和商品出口同比增速应高于当前数据的 5.9% 和 2.3%。

1-2 月经济回升向好的动力主要来自于宏观政策持续加码发力。

其一，消费品以旧换新政策加力扩围，春节假期优化调整，《哪吒 2》引发观影热潮，商品消费和服务消费均受提振。1-2 月社会消费品零售总额、商品零售、餐饮收入同比分别增长 4%、3.9% 和 4.3%，分别较去年 12 月加快 0.3、0 和 1.6 个百分点。

面对国内外的风险挑战以及外需可能下滑的态势，全方位扩大需求成为今年各项任务的头等大事，中央及时出台提振消费专项行动，从居民增收减负、提高消费能力、改善消费环境等方面做出部署安排，将有利于提高居民消费能力、消费意愿和供给对消费的适配性。1-2 月的消费持续回升，主要源于前期政策持续生效，消费品以旧换新政策额度提高、范围扩大、节奏靠前，相关消费品消费明显上升；资本市场持续回暖，春节以来开启的科技板块行情，带动居民的财产性收入增加，也有利于推高消费。

今年消费品以旧换新政策加力扩围，安排超长期特别国债 3000 亿元支持，首次实施手机等数码产品购新补贴，扩大汽车、家电以旧换新补贴支持范围。截至 3 月 14 日，今年全国共收到汽车以旧换新补贴申请约 130 万份，超 1900 万名消费者购买 12 大类家电以旧换新产品超 2500 万台，超 3900 万名消费者申请了超 4900 万件手机等数码产品购新补贴。1-2 月限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家具类、家用电器和音像器材类商品零售额分别增长 26.2%、21.8%、11.7%、10.9%。

春节假期旅游文娱等服务消费火热，文旅部数据显示，春节假期全国国内旅游人次和旅游收入同比分别增长 5.9% 和 7.0%；国家税务总局增值税发票数据显示，春节假期全国消费相关行业日均销售收入同比增长 10.8%，其中，商品消费和服务消费同比分别增长 9.9% 和 12.3%。

其二，大规模设备更新政策加力推进，制造业投资保持高增。今年将安排超长期特别国债 2000 亿元用于支持设备更新，比上年增加 500 亿元，进一步扩范围、降门槛，不断发挥财政资金的叠加效应，助力经济向好向优。1-2 月制造业投资同比增长 9%，在去年全年 9.2% 高增速的基础上继续较快增长。1-2 月设备工器具购置投资同比增长 18%，增速比去年全年加快 2.3 个百分点，对全部投资增长贡献率达到 62.3%；制造业技改投资同比增长 10%，增速比去年全年加快 2 个百分点。

其三，中央政府持续加杠杆，地方化债增强地方政府发展经济的能力，基建投资进一步加快；今年基建投资将从去年中央单边发力转为今年中央地方协同发力。1-2 月新

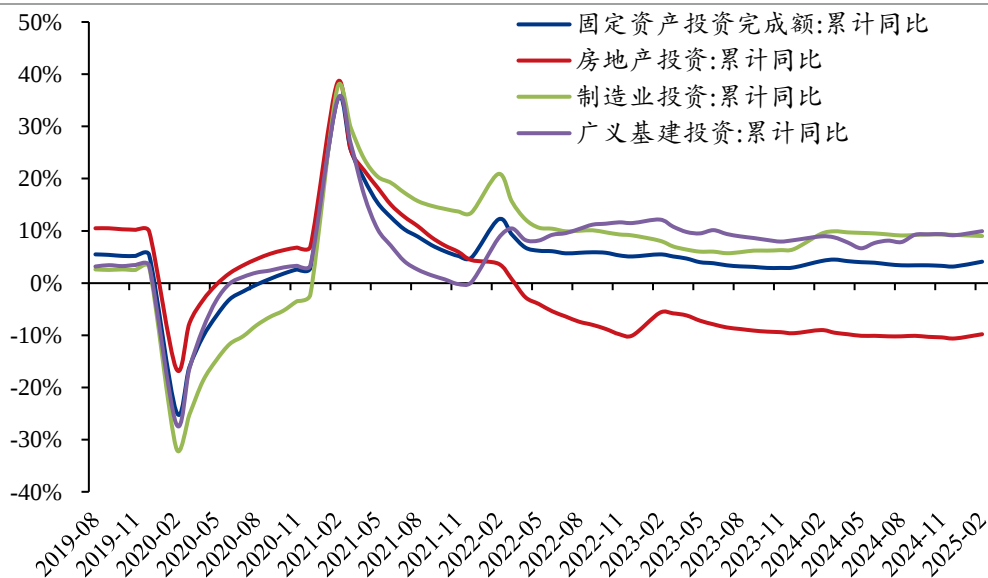


增政府债券同比多增近 1.5 万亿元，相应地，广义基建投资同比增长 10%，较去年全年加快 0.8 个百分点。其中，中央财政主导的水利管理业投资在去年全年 41.7% 高增速的基础上保持 39.1% 的同比增速，地方财政主导的公共设施管理业投资增速由去年全年的 -3.1% 回升至 2.6%。

今年财政政策更加积极，赤字率首次达到“4% 左右”，超过 2020 年疫情冲击时“3.6% 以上”的赤字率水平，为 2008 年本轮积极财政政策实施以来的最高水平，体现了中央推动经济回升向好的坚定决心。赤字规模为 5.66 万亿，其中中央赤字为 4.86 万亿元，中央赤字占比为 85.9%，属于近年来最高水平，体现中央加杠杆。今年中央预算内投资拟安排 7350 亿元，并安排超长期特别国债 8000 亿元，用于更大力度支持“两重”项目。

地方政府方面，专项债额度进一步提高，规模的提高和管理机制的完善将协同发挥稳定经济增长、弥补短板、促进房地产止跌回稳、置换隐性债务、畅通经济循环等多重作用。1) 专项债投向领域采用负面清单以及下放审核权限，拓展了可选的项目范围、减少了申报审核时间，能够尽快地让专项债资金形成实物工作量，发挥稳定经济增长的作用。2) 专项债投向市政建设、新能源、新基建领域，发挥补短板的作用。

图表1：1-2 月制造业和广义基建投资保持高增



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、当前经济面临的风险与挑战

要全面看待 1-2 月经济数据“开门红”，既要看到宏观政策继续发力显效，经济延续回升向好态势；也要看到外部环境更趋复杂严峻，国内有效需求不足，部分企业生产经营困难，经济持续回升向好基础还不稳固。

其一，特朗普 2.0 冲击全球政治经济秩序，全球贸易摩擦愈演愈烈，“抢出口”难以持续，美国对华加征关税的负面冲击或于二季度显现。特朗普自 1 月 20 日上任以来，频繁挥舞关税大棒：2 月 4 日起对中国加征 10% 关税，3 月 4 日起对加拿大和墨西哥加征 25% 关税，3 月 12 日起对所有钢铁和铝制品加征 25% 关税，并宣称 3 月 4 日起对中国进一步再次加征 10% 关税，4 月起对贸易伙伴征收对等关税。中国出口和经济将受到负面



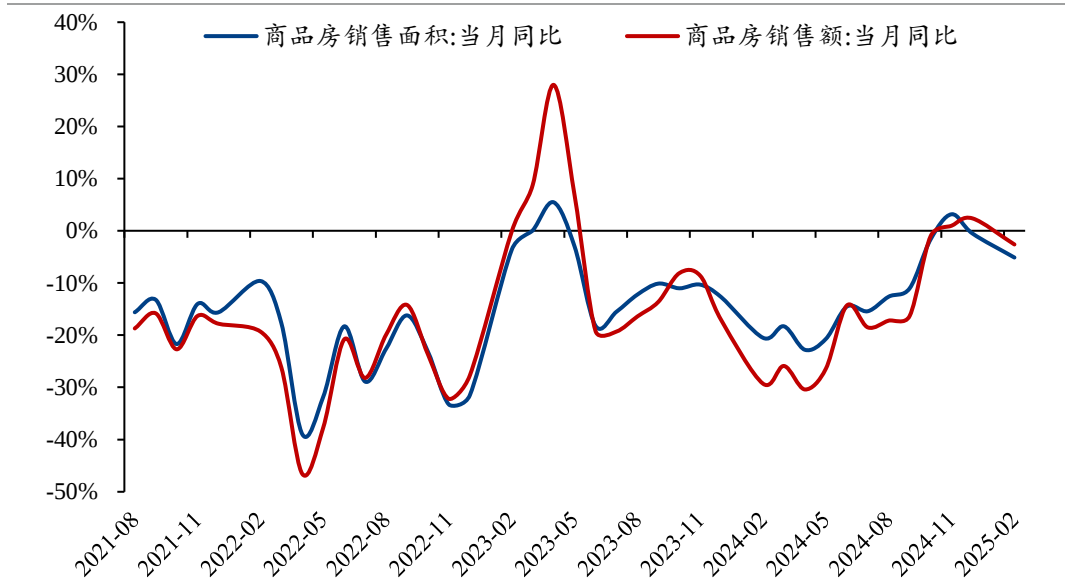
冲击，一是美国对华加征关税，直接影响中国对美出口；二是全球贸易活动收缩和全球经济下行风险上升，影响中国对非美经济体的出口。

其二，全国房地产价格“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解。从新房房价来看，一二线城市好于三线城市，截至 2 月，一线和二线城市新房房价环比分别连续 4 个和 3 个月非负（其中分别 3 个和 1 个月正增长，其余增速为 0），三线城市仍持续负增长。然而，一二线城市新房房价止跌回稳，一定程度上源于地方政府推出地段更好、规划条件更优的土地，使得房企能建造和销售“好房子”。从二手房房价来看，一线城市在连续 4 个月环比正增长之后，2 月环比增速略有回落至-0.1%，二三线城市则连续 22 个月环比负增长，表明二手房市场仍处于以价换量阶段。从房地产销售投资来看，1-2 商品房销售面积和销售额同比分别为-5.1%和-2.6%，较去年全年降幅明显收窄，但是较去年四季度有所回落；1-2 月房地产投资同比为-9.8%，虽然降幅较去年四季度有所收窄，但增速仍然偏低。

其三，服务消费在春节后有所回落，消费品以旧换新政策短期提振了商品消费，但是否存在透支效应有待观察。服务消费方面，1-2 月服务零售额同比增长 4.9%，低于去年全年增速的 6.2%。商品消费方面，2008-2009 年家电下乡政策短期刺激了耐用品消费，但其后销售大幅下行；提振居民消费，根本上要依靠提高居民收入、完善社会保障、增加优质供给。

其四，有效需求不足和内卷式竞争引发供需失衡问题，物价持续低迷，影响企业效益和居民收入增长。1-2 月 CPI 同比为-0.1%，自 2023 年以来长期徘徊在 0 附近；2 月 PPI 同比为-2.2%，连续 29 个月负增长。

图表2：1-2 月商品房销售面积和销售额同比回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、全年经济走势展望及政策建议

从全年看，消费和基建投资是支撑今年经济的主要动力，出口可能是今年的主要拖累力量。消费方面，今年财政政策更加积极、货币政策适度宽松，财政货币协同性更强，



将进一步推高消费对经济的支撑作用。一是财政政策更加积极，提高城乡居民基础养老金、适度提高退休人员基本养老金，提高消费能力；投资于人，优化财政支出结构更多用于医疗教育养老，缓解居民后顾之忧，提高消费意愿；二是财政政策与适度宽松的货币政策协同联动，加大对消费的贴息力度，降低成本，提高居民购买力；三是中央明确提出稳定楼市股市，房地产的止跌回稳将带动相关链条消费，同时资产价格的企稳有利于增加居民财产性收入进而带动消费；四是消费品以旧换新政策今年将继续发挥更大的效果。**基建投资方面**，在地方化债政策之下，部分省份退出高风险区域，有望打开新的投资空间；而且今年的基建投资将从去年中央单向发力转化为中央地方协同发力。**房地产投资方面**，伴随房地产市场逐步止跌回稳，房地产投资降幅总体呈收窄态势。

从节奏看，参照过去几年的经验，在一季度“开门红”之后，下阶段经济运行可能呈现出“二季度下行压力增大，三季度出台稳增长举措从而经济回升，四季度延续回升态势”的节奏特征。原因在于：一季度各部门和地方政府落实中央经济工作会议部署，提前发力和开工，政策靠前，从而一季度开门红；但总需求不足、预期不振的问题仍然存在，经济回升的基础并不牢固，从而增速其后回落。尤其是，中美贸易摩擦的负面冲击可能于二季度显现。

因此不能因一季度“开门红”而放松宏观调控力度，应持续加码发力，直至经济内生增长动能增强，进入良性循环。**财政政策方面**，一是在提高赤字率、专项债和超长期国债的基础上根据形势变化动态追加预算，确保财政支出增速持平或略高于经济增速。二是推动财政政策从注重收入端减税降费转向支出政策为主、推动减税降费政策从规模数量型转向效率效果型。三是推动支出政策从投资为主转向投资与消费并重，更好支持消费，财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿；通过适当的财政补贴增强居民消费能力和意愿，推动消费品“以旧换新”政策持续发力，并扩围至服务消费；加大对特定群体的补助和支持，以提高其抗风险能力并提振消费，包括对失业大学生的补助、对农村老人群体的补贴、对于二孩及以上家庭的特定补贴等。四是进一步优化化债方案，研究将三年内6万亿、五年内4万亿化债额度根据各地化债需要靠前使用。五是考虑到房地产调整转型导致债务率等指标被动上升，有必要上调“红橙黄绿”等债务风险分档指标，避免地方政府有新增债务额度但不敢发行和使用的情形。六是完善债务风险衡量的技术指标，考虑从负债率、债务率转变为付息率、资产负债率等更能反映风险的指标。

货币政策方面，一是用好总量和结构性政策工具，该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求；二是加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持；三是更好支持房地产止跌回稳，防范房地产企业的信用风险。

房地产政策方面，一是加快解除非必要的限制性措施，让商品房回归市场化配置，主要是北京和上海；二是研究探索中央层面成立房地产稳定基金，加快推进保交房、收储存量房、收购房企存量土地等工作，保障民生、缓解房企流动性压力，解决当前地方政府稳楼市能力不足的问题；三是引导鼓励高品质住宅产品开发，以优质供给满足居民合理需求。

提振消费政策方面，不能仅靠刺激，还要推动改革、完善机制，通过提高居民消费能力、效益意愿以及供给对消费的适配度提振消费。一是通过适当的财政补贴增强居民消费能力和意愿，推动消费品“以旧换新”政策持续发力，并扩围至服务消费。二是加大对特定群体的补助和支持，以提高其抗风险能力并提振消费，包括对失业大学生的补助、对农村老人群体的补贴、对于二孩以上家庭的特定补贴等。三是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、提高社保民生水平、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。四是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。五是



供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重，以高质量供给创造并满足需求。六是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管，释放服务消费的需求。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com